

Sell (Hold) EUR 57,00 (EUR 54,00) Kurs EUR 69,49 Downside -18,0 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 57,38	Aktien Daten: Bloomberg: AOF GR Reuters: AOFG ISIN: DE0005104400	Beschreibung: ATOSS ist ein Anbieter von Software und Services zur Optimierung des Personaleinsatzes.
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 276,3 Aktienanzahl (Mio.): 4,0 EV: 259,9 Freefloat MC: 90,4 Ø Trad. Vol. (30T): 144,45	Aktionäre: Freefloat 32,7 % Gründer Familie 56,4 % Mainfirst 5,1 % Investment TGV Bonn 5,8 %	Risikoprofil (WRe): 2016e Beta: 1,2 KBV: 17,0 x EK-Quote: 51 %

Unverändert exzellent aufgestellt - Kurs deutlich angestiegen

Kennzahlen Q1/2016: ATOSS Software - Q1 2015 Angaben in Mio. EUR	Kommentar zu den Kennzahlen: <ul style="list-style-type: none"> Am 22.04.16 legte die ATOSS Software AG die vorläufigen Geschäftszahlen für das erste Quartal 2016 vor. Diese lagen operativ im Rahmen der Erwartung. 																																								
<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Q1/15</th> <th>Q1/15e</th> <th>Q1/14</th> <th>yoy</th> <th>2015e</th> <th>2014</th> <th>yoy</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Umsatz</td> <td>10,7</td> <td>11,0</td> <td>9,7</td> <td>10,4%</td> <td>44,9</td> <td>45,2</td> <td>-0,6%</td> </tr> <tr> <td>EBIT</td> <td>2,8</td> <td>2,9</td> <td>2,5</td> <td>9,7%</td> <td>11,3</td> <td>11,5</td> <td>-1,2%</td> </tr> <tr> <td>Marge</td> <td>25,9%</td> <td>26,4%</td> <td>26,0%</td> <td></td> <td>25,2%</td> <td>25,4%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>EPS in EUR</td> <td>0,57</td> <td>0,60</td> <td>0,50</td> <td>14,0%</td> <td>1,91</td> <td>1,94</td> <td>-1,5%</td> </tr> </tbody> </table>		Q1/15	Q1/15e	Q1/14	yoy	2015e	2014	yoy	Umsatz	10,7	11,0	9,7	10,4%	44,9	45,2	-0,6%	EBIT	2,8	2,9	2,5	9,7%	11,3	11,5	-1,2%	Marge	25,9%	26,4%	26,0%		25,2%	25,4%		EPS in EUR	0,57	0,60	0,50	14,0%	1,91	1,94	-1,5%	
	Q1/15	Q1/15e	Q1/14	yoy	2015e	2014	yoy																																		
Umsatz	10,7	11,0	9,7	10,4%	44,9	45,2	-0,6%																																		
EBIT	2,8	2,9	2,5	9,7%	11,3	11,5	-1,2%																																		
Marge	25,9%	26,4%	26,0%		25,2%	25,4%																																			
EPS in EUR	0,57	0,60	0,50	14,0%	1,91	1,94	-1,5%																																		

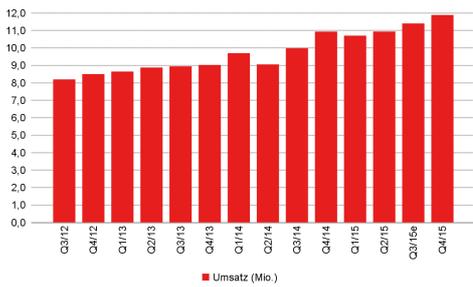
Mit den vorläufigen Geschäftszahlen zum Q1 liefert die ATOSS Software AG erneut ein Beispiel für die beeindruckende Stetigkeit mit der das Unternehmen seit nunmehr elf Jahren in Folge konstant steigende Umsätze und Ergebnisse zeigt. ATOSS stößt im Markt für Workforce Management-Lösungen auf stetige Nachfrage. Gleichzeitig sorgt die unverändert gleichmäßige, PoC-basierte, Berücksichtigung von Lizenzerlösen in der Ergebnisbetrachtung zu einer hohen Gleichmäßigkeit der Ergebnisentwicklung. Die Prognosen für 2016 (WRe) bleiben vor diesem Hintergrund unverändert.

Das Kursniveau der ATOSS Aktie liegt nunmehr jedoch sehr deutlich oberhalb des ermittelten Fair Values. Ursache für das hohe Kursniveau könnte die im Zusammenhang mit den Jahreszahlen avisierte Ausschüttung von EUR 2,80 sein. Diese Sonderausschüttung liegt mit 150% des Ergebnisses (EPS 2015) deutlich oberhalb der bei ATOSS typischen Ausschüttungsquoten von ca. 50% des Jahresüberschusses. Im Jahr 2013 hatte es eine ähnliche Kursentwicklung im Kontext einer Sonderausschüttung gegeben. Ohne fundamentale Gründe normalisierte sich die zu hohe Bewertung der Aktie nach erfolgter Ausschüttung seinerzeit sukzessive wieder.

Die Aktie der ATOSS wird vor diesem Hintergrund bei leicht erhöhten Kursziel von EUR 57 (alt: EUR 54, Anpassung wg. Roll-over Effekt) **von Halten auf Verkaufen heruntergestuft. Diese Herabstufung steht nicht in Zusammenhang mit den guten Zahlen oder der unverändert exzellenten strategischen Aufstellung des Unternehmens sondern ist lediglich bewertungsinduziert.**

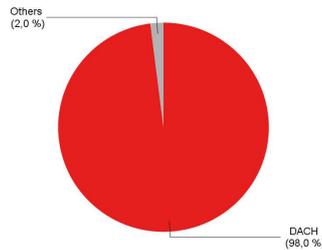
	GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (15-18e)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
	Umsatz	12,0 %	33,0	35,5	39,7	44,9	50,3	56,4	63,1
Veränd. Umsatz yoy		4,5 %	7,6 %	11,8 %	13,2 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %
Rohertragsmarge		70,8 %	71,0 %	68,8 %	68,5 %	71,0 %	71,0 %	71,0 %	71,0 %
EBITDA	12,3 %	8,2	9,0	10,3	12,0	13,6	15,2	17,0	
Marge		24,8 %	25,4 %	26,0 %	26,8 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %	
EBIT	12,4 %	7,6	8,4	9,8	11,3	12,8	14,4	16,1	
Marge		23,1 %	23,7 %	24,7 %	25,2 %	25,5 %	25,5 %	25,5 %	
Nettoergebnis	12,5 %	5,8	2,9	7,0	7,6	8,6	9,6	10,8	
EPS	12,4 %	1,45	0,72	1,77	1,91	2,16	2,42	2,71	
EPS adj.	12,4 %	1,45	0,72	1,77	1,91	2,16	2,42	2,71	
DPS	-21,4 %	3,62	0,72	0,88	2,80	1,08	1,21	1,36	
Dividendenrendite		17,9 %	2,7 %	3,0 %	6,0 %	1,6 %	1,7 %	1,9 %	
FCFPS		0,75	1,02	1,94	1,84	2,02	2,31	2,60	
FCF / Marktkap.		3,7 %	3,8 %	6,6 %	4,0 %	2,9 %	3,3 %	3,7 %	
EV / Umsatz		1,7 x	2,7 x	2,6 x	3,7 x	5,2 x	4,5 x	4,0 x	
EV / EBITDA		7,0 x	10,5 x	9,9 x	13,7 x	19,1 x	16,8 x	14,9 x	
EV / EBIT		7,5 x	11,3 x	10,4 x	14,5 x	20,2 x	17,7 x	15,8 x	
KGV		14,0 x	37,3 x	16,8 x	24,3 x	32,2 x	28,7 x	26,1 x	
KGV ber.		14,0 x	37,3 x	16,8 x	24,3 x	32,2 x	28,7 x	26,1 x	
FCF Yield Potential		8,7 %	7,7 %	6,5 %	4,8 %	3,4 %	3,9 %	4,4 %	
Nettoverschuldung		-23,2	-11,9	-15,9	-19,6	-16,5	-21,4	-26,9	
ROCE (NOPAT)		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
Guidance:		Weiterhin positive Unternehmensentwicklung, EBIT-Marge 25 %							

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



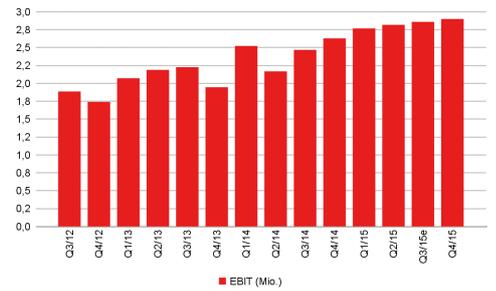
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2016e; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

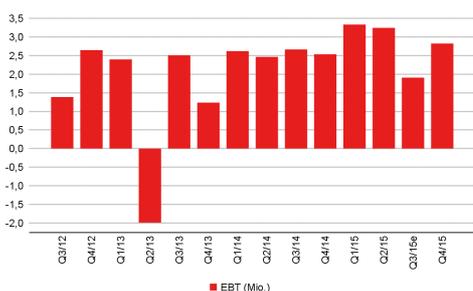
Unternehmenshintergrund

- Die ATOSS Software AG ist ein Anbieter von Software und Services zur Optimierung des Personaleinsatzes.
- ATOSS optimiert mit ihren Lösungen Personalprozesse bei Unternehmen und verbessert damit das Servicelevel, die Effizienz sowie die Mitarbeiter- und Kundenzufriedenheit.
- Das Unternehmen hat sich insbesondere im deutschsprachigen Raum führend positioniert:
- Vom Mittelstand bis zum Blue-Chip-Unternehmen nutzen mehrere Millionen Arbeitnehmer ATOSS-Lösungen.

Wettbewerbsqualität

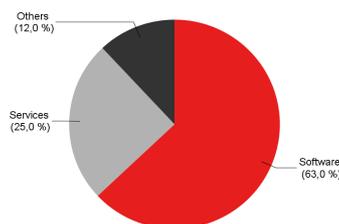
- ATOSS verfügt über ein führendes Softwareprodukt (modernste Java-Technologie).
- ATOSS ist spezialisiert auf Regionen und Branchen (länderspezifische Arbeitsgegebenheiten in der DACH Region und Abbildung von Arbeitsprozessen in Kernbranchen).
- ATOSS arbeitet herstellerunabhängig (keine Bindung an Hardware- oder große Softwarehersteller) und die Lösungen der ATOSS sind hochgradig kompatibel (z.B. nahtlose Integration in ERP-Systeme möglich).
- Die finanzielle Stabilität und Bilanzqualität der ATOSS ist exzellent, was in der Softwarebranche als Wettbewerbsfaktor gesehen werden kann.
- ATOSS ist ein relativ großer Anbieter (im Vergleich zum Wettbewerb mit vielen deutlich kleineren Anbietern, der bei ATOSS durchaus bedeutend ist).

Entwicklung EBT
in Mio. EUR



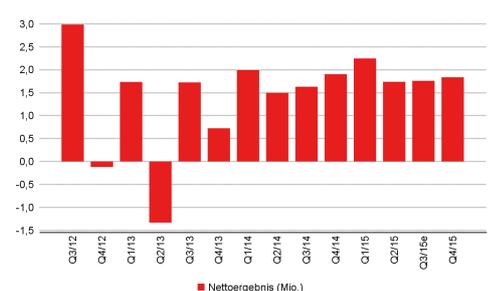
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2016e; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	
Umsatz	50,3	56,4	63,1	69,5	76,4	84,0	90,8	98,0	105,9	112,2	116,7	121,4	126,2	
Umsatzwachstum	12,0 %	12,0 %	12,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	6,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	2,5 %
EBIT	12,8	14,4	16,1	18,1	20,6	23,1	25,0	27,4	29,6	31,4	32,7	34,0	35,3	
EBIT-Marge	25,5 %	25,5 %	25,5 %	26,0 %	27,0 %	27,5 %	27,5 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	
Steuerquote (EBT)	33,0 %	33,0 %	33,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	
NOPAT	8,6	9,6	10,8	11,7	13,4	15,0	16,2	17,8	19,3	20,4	21,2	22,1	23,0	
Abschreibungen	0,7	0,8	0,9	1,4	1,3	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,8	1,9	
Abschreibungsquote	1,5 %	1,5 %	1,5 %	2,0 %	1,7 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	
Veränd. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,6	0,6	0,7	0,8	0,7	0,8	0,7	0,7	0,8	0,6	0,4	0,5	0,5	
- Investitionen	0,7	0,7	0,7	1,0	1,1	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,8	1,9	
Investitionsquote	1,4 %	1,2 %	1,1 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	8,0	9,2	10,3	11,5	13,1	14,6	15,8	17,3	18,7	19,9	20,9	21,7	22,6	21
Barwert FCF	7,5	7,9	8,2	8,3	8,7	8,9	8,8	8,9	8,8	8,5	8,2	7,8	7,5	104
Anteil der Barwerte	11,12 %			39,73 %										49,15 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	0,00 %	Finanzielle Stabilität	1,00
FK-Zins (nach Steuern)	3,9 %	Liquidität (Aktie)	1,50
Marktrendite	8,00 %	Zyklizität	1,50
Risikofreie Rendite	2,50 %	Transparenz	1,00
		Sonstiges	1,00
WACC	9,10 %	Beta	1,20

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2028e	108		
Terminal Value	104		
Zinstr. Verbindlichkeiten	0		
Pensionsrückstellungen	4		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	20	Aktienzahl (Mio.)	4,0
Eigenkapitalwert	228	Wert je Aktie (EUR)	57,38

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	3,00 %	3,25 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,38	10,1 %	48,01	48,58	49,18	49,83	50,52	51,26	52,05	1,38	10,1 %	47,14	48,04	48,93	49,83	50,73	51,62	52,52
1,29	9,6 %	51,14	51,82	52,55	53,33	54,18	55,08	56,05	1,29	9,6 %	50,44	51,40	52,37	53,33	54,30	55,27	56,23
1,25	9,4 %	52,86	53,61	54,42	55,28	56,21	57,22	58,30	1,25	9,4 %	52,27	53,27	54,28	55,28	56,29	57,29	58,30
1,20	9,1 %	54,70	55,53	56,42	57,38	58,41	59,53	60,74	1,20	9,1 %	54,24	55,29	56,33	57,38	58,42	59,47	60,52
1,15	8,9 %	56,67	57,59	58,58	59,64	60,79	62,04	63,40	1,15	8,9 %	56,37	57,46	58,55	59,64	60,73	61,82	62,91
1,11	8,6 %	58,79	59,81	60,91	62,09	63,38	64,78	66,31	1,11	8,6 %	58,67	59,81	60,95	62,09	63,23	64,37	65,51
1,02	8,1 %	63,55	64,80	66,17	67,65	69,28	71,06	73,03	1,02	8,1 %	63,90	65,15	66,40	67,65	68,90	70,16	71,41

- Im DCF Modell wird eine moderate Fortsetzung des stetigen Wachstums der letzten Jahre antizipiert
- Eine Margenverbesserung aufgrund von Skaleneffekten wird nicht angenommen
- Die langfristige Marge bleibt auf hohem Niveau

Wertermittlung							
	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
KBV	3,4 x	9,1 x	7,9 x	9,7 x	17,0 x	12,7 x	10,1 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	5,92	2,93	3,72	4,72	4,06	5,48	7,02
EV / Umsatz	1,7 x	2,7 x	2,6 x	3,7 x	5,2 x	4,5 x	4,0 x
EV / EBITDA	7,0 x	10,5 x	9,9 x	13,7 x	19,1 x	16,8 x	14,9 x
EV / EBIT	7,5 x	11,3 x	10,4 x	14,5 x	20,2 x	17,7 x	15,8 x
EV / EBIT adj.*	7,5 x	11,3 x	10,4 x	14,5 x	20,2 x	17,7 x	15,8 x
Kurs / FCF	26,9 x	26,2 x	15,3 x	25,2 x	34,4 x	30,1 x	27,2 x
KGV	14,0 x	37,3 x	16,8 x	24,3 x	32,2 x	28,7 x	26,1 x
KGV ber.*	14,0 x	37,3 x	16,8 x	24,3 x	32,2 x	28,7 x	26,1 x
Dividendenrendite	17,9 %	2,7 %	3,0 %	6,0 %	1,6 %	1,7 %	1,9 %
Free Cash Flow Yield Potential	8,7 %	7,7 %	6,5 %	4,8 %	3,4 %	3,9 %	4,4 %
*Adjustiert um:	-						

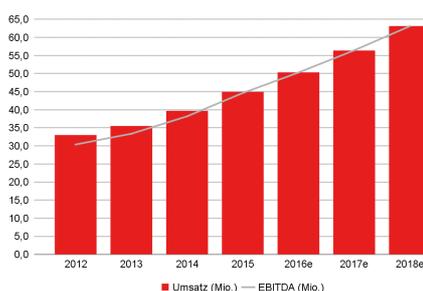
GuV							
In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	33,0	35,5	39,7	44,9	50,3	56,4	63,1
Veränd. Umsatz yoy	4,5 %	7,6 %	11,8 %	13,2 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %
Herstellungskosten	9,7	10,3	12,4	14,1	14,6	16,3	18,3
Bruttoergebnis	23,4	25,2	27,3	30,8	35,7	40,0	44,8
<i>Bruttomarge</i>	<i>70,8 %</i>	<i>71,0 %</i>	<i>68,8 %</i>	<i>68,5 %</i>	<i>71,0 %</i>	<i>71,0 %</i>	<i>71,0 %</i>
Forschung und Entwicklung	7,1	7,5	8,0	8,7	11,1	12,4	13,9
Vertriebskosten	5,7	6,2	6,4	7,4	8,6	9,6	10,7
Verwaltungskosten	2,9	3,1	3,3	3,5	3,8	4,2	4,7
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,1	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Erträge	0,0	0,1	0,3	0,3	0,5	0,6	0,6
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	8,2	9,0	10,3	12,0	13,6	15,2	17,0
<i>Marge</i>	<i>24,8 %</i>	<i>25,4 %</i>	<i>26,0 %</i>	<i>26,8 %</i>	<i>27,0 %</i>	<i>27,0 %</i>	<i>27,0 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,6	0,4	0,4	0,6	0,6	0,7	0,8
EBITA	7,6	8,6	9,9	11,5	12,9	14,5	16,2
Abschreibungen auf iAV	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	7,6	8,4	9,8	11,3	12,8	14,4	16,1
<i>Marge</i>	<i>23,1 %</i>	<i>23,7 %</i>	<i>24,7 %</i>	<i>25,2 %</i>	<i>25,5 %</i>	<i>25,5 %</i>	<i>25,5 %</i>
EBIT adj.	7,6	8,4	9,8	11,3	12,8	14,4	16,1
Zinserträge	1,2	0,4	0,6	0,1	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	0,3	4,6	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	8,5	4,2	10,3	11,3	12,8	14,4	16,1
<i>Marge</i>	<i>25,8 %</i>	<i>11,7 %</i>	<i>25,9 %</i>	<i>25,2 %</i>	<i>25,5 %</i>	<i>25,5 %</i>	<i>25,5 %</i>
Steuern gesamt	2,8	1,3	3,3	3,7	4,2	4,7	5,3
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	5,8	2,9	7,0	7,6	8,6	9,6	10,8
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	5,8	2,9	7,0	7,6	8,6	9,6	10,8
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	5,8	2,9	7,0	7,6	8,6	9,6	10,8
<i>Marge</i>	<i>17,5 %</i>	<i>8,0 %</i>	<i>17,7 %</i>	<i>16,9 %</i>	<i>17,1 %</i>	<i>17,1 %</i>	<i>17,1 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
EPS	1,45	0,72	1,77	1,91	2,16	2,42	2,71
EPS adj.	1,45	0,72	1,77	1,91	2,16	2,42	2,71

*Adjustiert um:

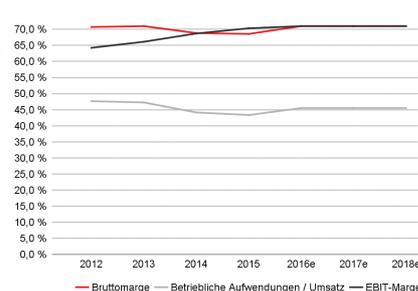
Guidance: Weiterhin positive Unternehmensentwicklung, EBIT-Marge 25 %

Kennzahlen							
	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	47,7 %	47,3 %	44,2 %	43,3 %	45,5 %	45,5 %	45,5 %
Operating Leverage	0,9 x	1,4 x	1,4 x	1,2 x	1,1 x	1,0 x	1,0 x
EBITDA / Interest expenses	27,9 x	2,0 x	105,8 x	100,6 x	135,7 x	152,0 x	170,3 x
Steuerquote (EBT)	32,5 %	31,3 %	31,7 %	33,0 %	33,0 %	33,0 %	33,0 %
Ausschüttungsquote	249,9 %	100,4 %	49,8 %	146,7 %	49,9 %	50,0 %	50,1 %
Umsatz je Mitarbeiter	121.364	127.258	135.460	146.103	155.843	166.233	177.315

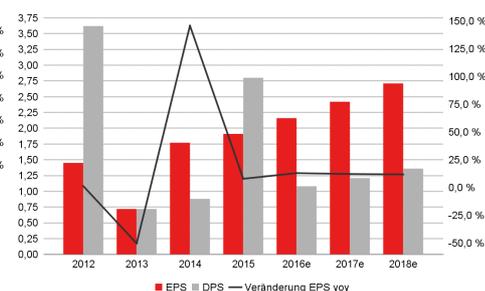
Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR



Operative Performance
in %



Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

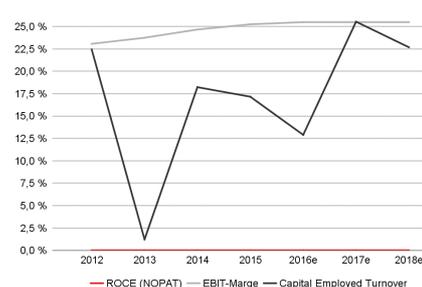
Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

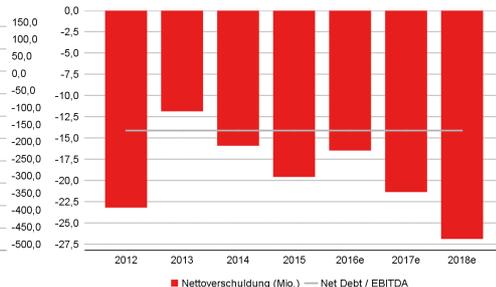
Bilanz							
In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	-0,1	-0,2
davon übrige imm. VG	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	-0,1	-0,2
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,6
Finanzanlagen	0,6	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	3,5	3,3	3,3	3,3	3,2	3,1	2,8
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3,2	3,0	3,8	4,5	6,1	6,8	7,6
Liquide Mittel	24,9	14,5	20,1	23,9	20,8	25,7	31,2
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	1,6	1,8	1,5	1,6	1,6	1,8	2,0
Umlaufvermögen	29,7	19,4	25,5	30,0	28,5	34,3	40,9
Bilanzsumme (Aktiva)	33,2	22,7	28,9	33,3	31,7	37,4	43,7
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Kapitalrücklage	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	20,3	8,4	11,6	15,6	12,9	18,4	24,4
Buchwert	23,7	11,8	14,9	18,9	16,2	21,7	27,7
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	23,7	11,8	14,9	18,9	16,2	21,7	27,7
Rückstellungen gesamt	2,2	2,9	5,6	5,1	5,2	5,3	5,4
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,7	2,7	4,2	4,3	4,3	4,3	4,3
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,4	0,3	0,3	0,3	1,3	1,4	1,6
Sonstige Verbindlichkeiten	7,0	7,7	8,0	9,0	9,0	9,0	9,0
Verbindlichkeiten	9,5	10,9	13,9	14,4	15,5	15,7	16,0
Bilanzsumme (Passiva)	33,2	22,7	28,9	33,3	31,7	37,4	43,7

Kennzahlen							
	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	5,8 x	6,5 x	6,3 x	6,6 x	6,7 x	7,0 x	7,3 x
Capital Employed Turnover	70,4 x	-486,2 x	-40,4 x	-69,1 x	-180,0 x	151,5 x	76,6 x
ROA	165,5 %	87,0 %	210,9 %	230,4 %	266,1 %	312,4 %	380,4 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROE	25,7 %	16,1 %	52,6 %	44,8 %	48,9 %	50,7 %	43,6 %
Adj. ROE	25,7 %	16,1 %	52,6 %	44,8 %	48,9 %	50,7 %	43,6 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	-23,2	-11,9	-15,9	-19,6	-16,5	-21,4	-26,9
Nettofinanzverschuldung	-24,9	-14,5	-20,1	-23,9	-20,8	-25,7	-31,2
Net Gearing	-98,0 %	-100,6 %	-106,6 %	-103,4 %	-101,7 %	-98,3 %	-97,0 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	6,0	3,0	3,8	4,8	4,1	5,5	7,0
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	5,9	2,9	3,7	4,7	4,1	5,5	7,0

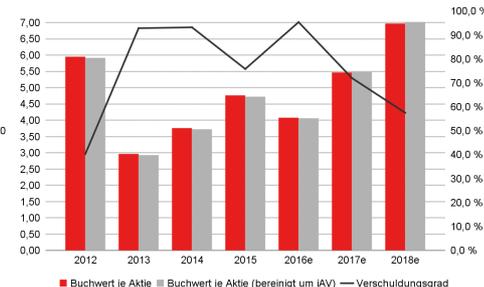
Entwicklung ROCE



Nettoverschuldung in Mio. EUR



Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

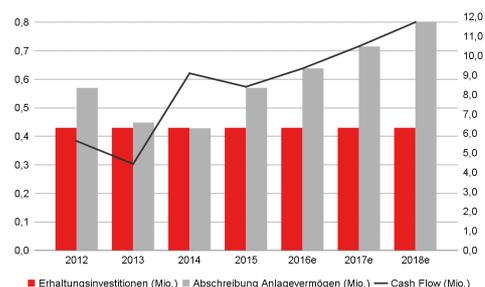
Cash flow

In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	5,8	2,9	7,0	7,6	8,6	9,6	10,8
Abschreibung Anlagevermögen	0,6	0,4	0,4	0,6	0,6	0,7	0,8
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	1,0	1,5	0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	5,6	4,4	9,1	8,4	9,3	10,5	11,7
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,6	0,2	-0,8	-0,6	-1,6	-0,7	-0,8
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-0,4	0,0	0,0	0,0	1,0	0,1	0,2
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-1,2	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-2,3	0,2	-0,8	-0,4	-0,6	-0,6	-0,7
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	3,4	4,6	8,3	8,0	8,7	9,9	11,0
Investitionen in iAV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in Sachanlagen	-0,4	-0,5	-0,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	-6,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	-1,1	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-6,8	-0,5	-0,5	-1,8	-0,7	-0,7	-0,7
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-2,8	-14,4	-2,9	-3,5	-11,1	-4,3	-4,8
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-2,8	-14,4	-2,9	-3,5	-11,1	-4,3	-4,8
Veränderung liquide Mittel	-6,3	-10,3	4,9	2,7	-3,1	4,9	5,5
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	18,0	14,5	19,4	22,8	20,8	25,7	31,2

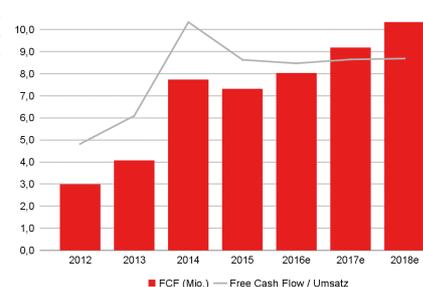
Kennzahlen

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Kapitalfluss							
FCF	3,0	4,1	7,7	7,3	8,0	9,2	10,3
Free Cash Flow / Umsatz	9,1 %	11,5 %	19,5 %	16,3 %	16,0 %	16,3 %	16,4 %
Free Cash Flow Potential	5,0	7,3	6,6	7,9	8,9	10,0	11,3
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	52,0 %	142,8 %	110,1 %	96,5 %	93,4 %	95,3 %	95,8 %
Zinserträge / Avg. Cash	4,9 %	2,2 %	3,5 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	1,1 %	1,5 %	1,3 %	1,5 %	1,4 %	1,2 %	1,1 %
Maint. Capex / Umsatz	1,3 %	1,2 %	1,1 %	1,0 %	0,9 %	0,8 %	0,7 %
CAPEX / Abschreibungen	63,2 %	94,3 %	101,5 %	98,7 %	91,9 %	82,1 %	73,3 %
Avg. Working Capital / Umsatz	7,1 %	7,9 %	7,9 %	8,6 %	8,9 %	9,0 %	9,1 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	910,1 %	926,6 %	1199,2 %	1487,0 %	469,2 %	485,7 %	475,0 %
Vorratsumschlag	1206,6 x	1286,3 x	1802,9 x	1707,9 x	n.a.	n.a.	183,1 x
Receivables collection period (Tage)	36	31	35	36	44	44	44
Payables payment period (Tage)	13	12	9	8	33	31	32
Cash conversion cycle (Tage)	-13	-11	-9	-8	n.a.	n.a.	-30

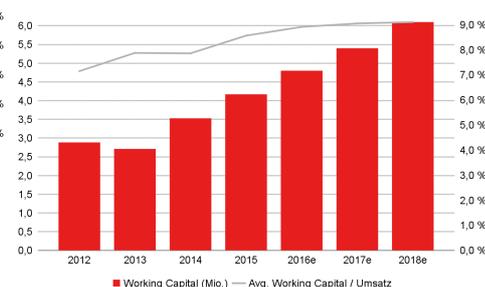
Investitionen und Cash Flow
in Mio. EUR



Free Cash Flow Generation



Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA weitergegeben; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

URHEBERRECHTE

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

ERKLÄRUNG GEMÄß § 34B ABS. 1 WPHG UND FINANV

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Die Warburg Research GmbH hat gemäß § 5 Abs. 4 der FinAnV zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählen unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte von Warburg Research in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder eines Unternehmens des Warburg-Verbunds.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangenen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

QUELLEN

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen von FactSet.

Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

1. Dieser Research Report (der „Report“) ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Deutschland (im Folgenden zusammen als „Warburg“ bezeichnet). Warburg ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst, hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealer.
2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich nur an „große institutionelle US-Investoren“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.
3. Alle Empfänger dieses Reports sollten Transaktionen in den im Report erwähnten Wertpapieren nur über J.P.P. Euro-Securities, Inc., Delaware, durchführen.
4. J.P.P. Euro-Securities, Inc. erhält oder nimmt keinerlei Vergütung für die Verbreitung der Research-Reports von Warburg an.

Hinweis gemäß § 34b WpHG und FinAnV auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen:

- 1- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.
- 2- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind.
- 3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren in den letzten zwölf Monaten gegenüber dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, an eine Dienstleistungsvereinbarung im Zusammenhang mit **Investmentbanking-Geschäften** gebunden, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen.
- 6- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig Finanzinstrumente** des analysierten Unternehmens oder von ihnen abgeleitete Derivate.
- 7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
ATOSS	5	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005104400.htm

ANLAGEEMPFEHLUNG

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

-K-	Kaufen:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
-H-	Halten:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
-V-	Verkaufen:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
“-“	Empfehlung ausgesetzt:	Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	119	63
Halten	63	33
Verkaufen	5	3
Empf. ausgesetzt	3	2
Gesamt	190	100

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die in den vergangenen zwölf Monaten wesentliche Investmentbanking-Dienstleistungen erbracht wurden.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	23	72
Halten	8	25
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	1	3
Gesamt	32	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [ATOSS] AM [26.04.2016]



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

EQUITIES

Roland Rapelius +49 40 3282-2673
Head of Equities rrapelius@mmwarburg.com

RESEARCH

Michael Heider +49 40 309537-280
Head of Research mheider@warburg-research.com

Henner Rüschemeyer +49 40 309537-270
Head of Research hrueschmeier@warburg-research.com

Lucas Boventer +49 40 309537-290
Renewables, Internet, Media lboventer@warburg-research.com

Christian Cohrs +49 40 309537-175
Engineering, Logistics ccohrs@warburg-research.com

Felix Ellmann +49 40 309537-120
Software, IT fellmann@warburg-research.com

Jörg Philipp Frey +49 40 309537-258
Retail, Consumer Goods jfrey@warburg-research.com

Harald Hof +49 40 309537-125
Medtech hhof@warburg-research.com

Ulrich Huwald +49 40 309537-255
Health Care, Pharma uhuwald@warburg-research.com

Thilo Kleibauer +49 40 309537-257
Retail, Consumer Goods tkleibauer@warburg-research.com

Eggert Kuls +49 40 309537-256
Engineering ekuls@warburg-research.com

Andreas Pläsier +49 40 309537-246
Banks, Financial Services aplaesier@warburg-research.com

Jochen Reichert +49 40 309537-130
Telco, Internet, Media jreichert@warburg-research.com

J. Moritz Rieser +49 40 309537-260
Real Estate mrieser@warburg-research.com

Arash Roshan Zamir +49 40 309537-155
Cap. Goods, Renewables aroshanzamir@warburg-research.com

Malte Schaumann +49 40 309537-170
Technology mschaumann@warburg-research.com

Oliver Schwarz +49 40 309537-250
Chemicals, Agriculture oschwarz@warburg-research.com

Marc-René Tonn +49 40 309537-259
Automobiles, Car Suppliers mtonn@warburg-research.com

Björn Voss +49 40 309537-254
Steel, Car Suppliers bvoss@warburg-research.com

Alexander Wahl +49 40 309537-230
Other awahl@warburg-research.com

Andreas Wolf +49 40 309537-140
Software, IT awolf@warburg-research.com

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

Holger Nass +49 40 3282-2669
Head of Equity Sales, USA hnass@mmwarburg.com

Klaus Schilling +49 40 3282-2664
Dep. Head of Equity Sales, GER kschilling@mmwarburg.com

Tim Beckmann +49 40 3282-2665
United Kingdom tbeckmann@mmwarburg.com

Lyubka Bogdanova +49 69 5050-7411
United Kingdom, Australia lbogdanova@mmwarburg.com

Jens Buchmüller +49 69 5050-7415
Scandinavia, Austria jbuchmueller@mmwarburg.com

Paul Dontenwill +49 40 3282-2666
USA pdontenwill@mmwarburg.com

Matthias Fritsch +49 40 3282-2696
United Kingdom mfritsch@mmwarburg.com

Marie-Therese Grübner +49 40 3282-2630
France, Switzerland mgruebner@mmwarburg.com

Michael Kriszun +49 40 3282-2695
United Kingdom mkriszun@mmwarburg.com

Marc Niemann +49 40 3282-2660
Germany mniemann@mmwarburg.com

Fabian Roggemann +49 40 3282-2667
USA froggemann@mmwarburg.com

Sanjay Oberoi +49 69 5050-7410
United Kingdom soberoi@mmwarburg.com

Juliane Willenbruch +49 40 3282-2694
Roadshow/Marketing jwillenbruch@mmwarburg.com

SALES TRADING

Oliver Merkel +49 40 3282-2634
Head of Sales Trading omerkel@mmwarburg.com

Michael Ilgenstein +49 40 3282-2700
Sales Trading milgenstein@mmwarburg.com

Bastian Quast +49 40 3282-2701
Sales Trading bquast@mmwarburg.com

Jörg Treptow +49 40 3262-2658
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

Jan Walter +49 40 3262-2662
Sales Trading jwalter@mmwarburg.com

MACRO RESEARCH

Carsten Klude +49 40 3282-2572
Macro Research cklude@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439
Investment Strategy cjasperneite@mmwarburg.com

Our research can be found under:

Warburg Research research.mmwarburg.com/en/index.html
Bloomberg MMWA GO
FactSet www.factset.com

Thomson www.thomson.com
Reuters www.knowledge.reuters.com
Capital IQ www.capitaliq.com

For access please contact:

Andrea Schaper +49 40 3282-2632
Sales Assistance aschaper@mmwarburg.com

Kerstin Muthig +49 40 3282-2703
Sales Assistance kmuthig@mmwarburg.com